U.S. Trends

発表日：2019 年 7 月 30 日（火）

FOMC 予想:10 年 7 ヵ月ぶりの利下げとBS縮小終了へ

～さらなる利下げ期待は維持される見込み～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治（TEL：03-5221-5001）

ポイント

- ○ 7月 30、31 日のＦＯＭＣの注目点は、①利下げ幅。25bp の利下げがコンセンサスとなっているが、50bp との見方もある。②バランスシート縮小終了の前倒しの有無、③声明文や議長の記者会見での追加利下げの示唆の有無、ＦＲＢの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無など。
- ○ 7月ＦＯＭＣでは、10 年７ヵ月ぶりとなる利下げとバランスシート縮小終了の前倒しを決定すると予想する。中立金利の低下やインフレが下ぶれるなか、関税賦課、世界経済の減速など景気下ぶれ要因の増加にもかかわらず実体経済は堅調さを維持しているため、25bp の利下げを実施する見込み。また、資産圧縮の終了を８月初に前倒しすると見込まれる
- ○ パウエルＦＲＢ議長の記者会見では、インフレ率が下ぶれており、インフレ率が目標まで上昇するタイミングがＦＯＭＣ参加者の予想よりも遅れるほか、不確実性が高まったままであることから、更なる利下げなど目標達成に向けて適切に対応（積極的な金融緩和）を行うことを強調する公算が大きい。

米国では、７月 30、31 日にＦＯＭＣが開催され、当面の金融政策運営方針が決定される。今回は、ＦＯＭＣ声明文が日本時間８月１日 3:00 に公表され、日本時間１日 3:30 にパウエルＦＲＢ議長の記者会見が１時間程度行われる。今回は、ＦＯＭＣ参加者の経済見通し（ＳＥＰ：the Summary of Economic Projections)、ＦＯＭＣ参加者の適切なＦＦレート誘導目標予測は公表されない（９月に公表予定)。

今回のＦＯＭＣでの注目点は、①利下げ幅、②バランスシート縮小終了の前倒しの有無、③声明文やパウエルＦＲＢ議長の記者会見での追加利下げの示唆の有無、ＦＲＢの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無、が挙げられる。

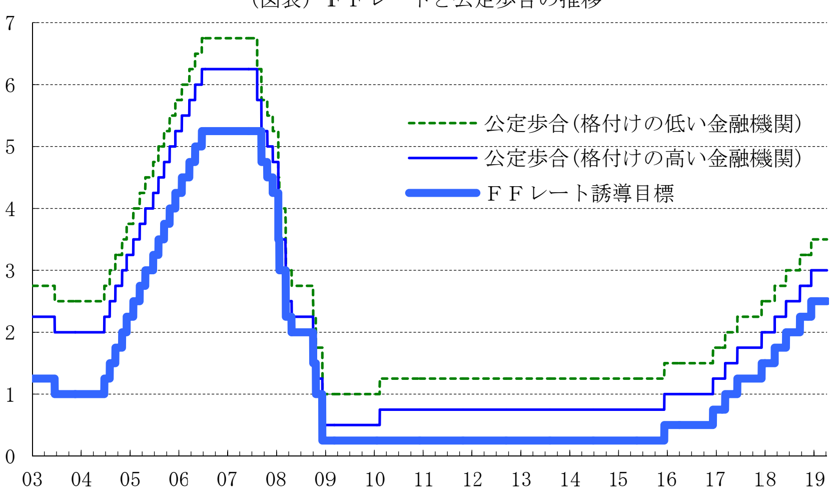
①利下げ幅に関しては、ＦＦ先物の織り込み度合いは、29 日時点で 25bp の利下げが 73.9%、50bp の利下げが 26.1%と、25bp の利下げがコンセンサスとなっている。７月に公表された経済指標が市場予想を上回り景気の堅調さを示すものが多かったほか、ＦＦ先物市場がウイリアムズＮＹ連銀総裁の講演（＊）を受け 50bp の織り込み度合いを強めた後に、総裁本人などが学術的なものであり７月の政策金利の決定とは関係ないと否定したうえ、米国紙を使って、「大部分のＦＯＭＣ当局者は 50bp よりも 25bp の利下げを望んでいる」とのリーク記事を報道させたことから、25bp の利下げがコンセンサスとなった。

（＊）ウィリアムズＮＹ連銀総裁は７月 18 日に「ゼロ金利制約に近い生活」と題したニューヨークでの講演において、

「景気を刺激する手段に限りがある場合、経済悪化の最初の兆候が顕在化した時点で迅速に利下げに動くのが得策」と発言、FOMC 前のブラックアウト期間直前ということもあり、50bp の利下げ期待が高まった。

パウエルＦＲＢ議長が議会証言で指摘したように“中立金利の低下”によって現在の政策金利が緩和的でないとＦＲＢが判断を変えたうえ、不確実性が高まったままであり企業の景況感が大幅に低下し設備投資は減少した。このような中、４－６月期のＰＣＥコアデフレーターが前年同期比＋1.5％と低下し、ＦＲＢの目標である２％から遠ざかっていることから、物価を押し上げるため、政策金利の引き下げが適切となっており、10 年７ヵ月ぶりの利下げが実施されよう。ただし、ＦＲＢは貿易摩擦などの不透明要因が見通しに影響すれば適切に対応するとしていたが、現時点では見通しを下方修正するような追加材料はでていない。個人消費や政府支出の拡大によって景気は予想通り堅調さを維持していることから、７月のＦＯＭＣでＦＲＢは 25bp の利下げを決定すると予想する。

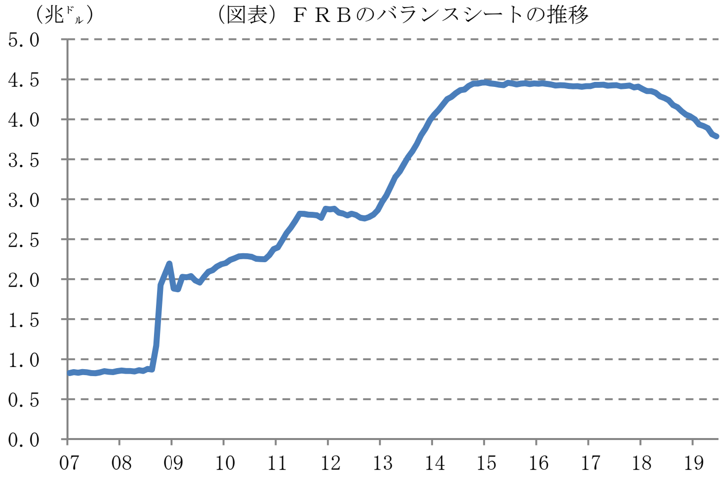
（図表） ＦＦレートと公定歩合の推移



（出所）FRB

②バランスシートの正常化政策については、３月に公表された「バランスシートの正常化の原則と計画」でＦＲＢは経済が概ね予想通りに推移すれば、９月に資産圧縮を終了するとされ、５月からは月間最大500億ドルから350億ドルのペースに減額されている（国債が300億ドルから150億ドルとなり、政府機関債は200億ドルで継続）。しかし、資産圧縮は金融環境の引き締めに繋がる可能性もあることから、利下げの実施に合わせて、資産圧縮の終了を８月初に前倒しすると見込まれる。

（図表）ＦＲＢのバランスシートの推移



（出所）ＦＲＢ資料より作成

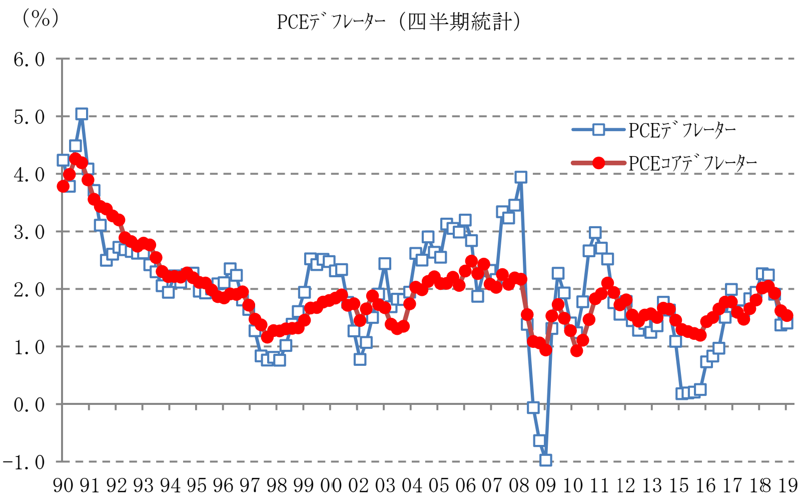
③今回の声明文では、景気の総括判断は前回から変更されないものの、設備投資の判断やインフレ判断は前回から下方修正されよう。景気は、４－６月期の実質ＧＤＰ成長率が前期比年率＋2.1％と１－３月期の同＋3.1％から鈍化したものの、堅調さを維持している。このため、景気の総括判断は維持され、前回と同様に「労働市場は強いままで、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している」との判断が維持されると見込まれる。ただし、個人消費が上方修正される一方、設備投資は下方修正されると予想される。また、インフレに関しては、４－６月期のＰＣＥデフレーターが前年同期比＋1.4％、ＰＣＥコアが同＋1.5％に低下したことを受け、今回「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフレ率は年初から低下し、２％を下回っている」と下方修正すると見込まれる。

ＦＯＭＣの予想については、前回の「委員会は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率という結果になる可能性が高いと委員会は引き続きみている」から、今回「委員会は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率への回帰という結果になる可能性が高いと委員会はみている」と潜在成長率程度の成長の継続、雇用の堅調な増加との見通しは維持されるものの、足下でのインフレ率の下振れを受け、ＰＣＥデフレーターの２％前後への回帰とインフレ予想は変更されよう。

そのうえで、前回の「しかし、このような見通しの不確実性は高まった。これらの不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを注視し、景気拡大や力強い労働市場、対称的な２％目標近くのインフレの維持に向けて適切に行動するだろう」から、今回「しかし、このような見通しの不確実性は高いままである。これらの不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを注視し、景気拡大や力強い労働市場、対称的な２％目標近くのインフレの回帰に向けてより適切に行動するだろう」と、インフレ押し上げのために、積極的な対応を行う方針を示そう。パウエルＦＲＢ議長の議会証言や講演などで、不確実性を高める要因として指摘した債務上限問題は与野党が引き上げで合意したほか、米中の通商交渉再開による関税賦課の見送りなど、一部不確実性を弱める動きがみられたものの、引き続き不確実性

が高いままであることを強調しよう。そして、引き続き不確実性の高い環境やインフレ率の上昇し難い状況が続くなかで、ＦＲＢは下ぶれているインフレ率を目標付近に回帰させるためより積極的な行動をとる方針を強調、さらなる利下げを示唆すると予想される。

パウエルＦＲＢ議長の記者会見では、声明文と同様の見解を繰り返すと見込まれる。今後の金融政策では、不確実性が高まったままの環境のなか、インフレ率を目標付近に回帰させるために、さらなる金融緩和が適切となる可能性があることを指摘しよう。このような中、景気見通しが下振れれば目標達成に向けてより適切に対応（積極的な金融緩和）を行うことを強調する公算が大きい。



以下で、７月ＦＯＭＣの声明文を予想する。ＦＯＭＣ声明文は４つのパラグラフで構成されており、パラグラフ順にみていく。

第１パラグラフの景気総括判断は、４－６月期の実質ＧＤＰ成長率が前期比年率＋2.1％と減速し、潜在成長率を上回ったうえ、堅調さを維持していることから、前回と同様に「労働市場は強いままで、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している」との判断が維持されると見込まれる。

雇用情勢については、６月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差＋22.4 万人に加速し、３ヵ月移動平均（４、５、６月）では、前月差＋171 千人（前月同＋147 千人）と加速し、堅調な増加ペースを維持している。６ヵ月移動平均の非農業部門（19 年１－６月）は前月差＋172 千人（前月同＋173 千人）と減速したが、高い伸びを維持している。また、失業率は 3.7％と上昇したが低い水準を維持したことを受け、前回と同様「雇用の増加ペースは最近数か月平均で堅調であり、失業率は低いままだった」と、雇用環境は良好との判断が維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、４－６月期に個人消費が加速した一方、設備投資が減少に転じたことを受け、前回「家計支出の伸びは今年初めのころから加速したようにみえる一方、企業設備投資の指標は軟調だった」から、今回「家計支出が強まった一方、企業の設備投資は縮小した」と家計支出の判断を上方修正するものの、企業の設備投資を下方修正する見込み。

インフレに関しては、４－６月期のＰＣＥデフレーターが前年同期比＋1.4％、ＰＣＥコアが同＋1.5％に低下したことを受け、前回の「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフ

レ率は２％を下回っている」から、今回「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフレ率は年初から低下し、２％を下回っている」と、下方修正される見込み。また、市場ベースの期待インフレを示す指標は低下いままのほか、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しており、前回の「市場ベースの指標は低下し、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」から今回「市場ベースの指標は低いままであり、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」と市場ベースの金利の下げ止まりを指摘するものの、低い水準にとどまっているほか、期待インフレ率の変化は乏しいとの判断が維持されると見込まれる。

第２パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、前回と同様に「法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。これらの目標を支援するために、委員会はＦＦ金利目標の誘導レンジを 2.00-2.25％に引き下げることを決定した」と目標達成を支援するためには利下げが適切と判断したことを示そう。

ＦＯＭＣの予想については、前回の「委員会は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率という結果になる可能性が高いと委員会は引き続きみている」から、今回「委員会は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率への回帰という結果になる可能性が高いと委員会はみている」と潜在成長率程度の成長の継続、雇用の堅調な増加、ＰＣＥデフレーターの２％前後へ回帰するとの予想に変更されよう。そのうえで、前回の「しかし、このような見通しの不確実性が高まった。これらの不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを注視し、景気拡大や力強い労働市場、対称的な２％目標近くのインフレの維持に向けてより適切に行動するだろう」から、今回「しかし、このような見通しの不確実性が高いままである。これらの不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを注視し、景気拡大や力強い労働市場、対称的な２％目標近くのインフレへの回帰に向けてより適切に行動するだろう」と、不確実性の高まったままのなかで、ＦＲＢは下ぶれているインフレ率を目標付近に回帰させるため積極的な行動をとる方針を強調、さらなる利下げを示唆すると予想される。

第３パラグラフの金融政策に関しては、変更されない見込み。金融政策を決定する条件は、前回と同様に「ＦＦ金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と対称的な２％のインフレ目標との比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する」と金融政策決定の条件が変わっていないことが示されよう。

第４パラグラフでは、「ＦＯＭＣの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ジョン・ウィリアムズ副委員長、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、エスター・ジョージ、ランダル・クオールズ」とし、「エリック・ローゼングレンがＦＦ誘導目標のレンジの据え置きが適切とみられ、利下げに反対票を投じた」と１人反対する見込み。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。